

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 房企2023年报综述：结算业绩承压，稳健经营为先 ——地产杂谈系列之五十三

行业动态跟踪报告 地产行业强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2024年05月07日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

- **业绩端压力持续释放，短期仍将底部徘徊：**受毛利率探底、资产减值等因素冲击，2023年15家A+H上市典型房企整体营收同比增长3.2%，归母净利润同比下降25.6%，降幅较2022年收窄1个百分点。2023年15家上市房企整体毛利率16.8%，同比下降3.4个百分点，考虑高价地结转、滞重库存清理等因素仍在，短期结算端毛利率或仍将底部徘徊。业绩保障度（期末合同负债/过去一年营业收入）91.9%，近年首次回落至100%以内，短期业绩端压力犹存。分企业来看，央企表现相对占优，2023年15家A+H上市房企中央国企整体营收维持正增长，同比增长7.5%，归母净利润同比下降16.8%，降幅较2022年收窄8.9个百分点。
- **销售先扬后抑，拿地谨慎且聚集。**得益于2023年年初楼市短暂复苏，15家A+H上市房企累计销售3.1万亿元，同比下降5.9%，略好于全国水平（-6.5%），降幅较2022年大幅收窄15.1个百分点。展望2024年，多家房企淡化销售规模目标，更加注重稳健经营与现金流安全，反映对楼市预期依旧谨慎。2023年15家上市房企拿地保持谨慎，全年平均拿地销售面积比47%、拿地销售金额比34%，仍处于土储净消耗状态。拿地销售金额比降幅（5个百分点）明显低于拿地销售面积比（11个百分点），拿地回归高地价的核心城市仍在延续。2023年央国企销售额同比增长同比下降1.9%，降幅小于民企（-19.2%），平均拿地销售金额比29%，高于民企（20%）。
- **在手现金延续下滑，央国企财务状况优于民企：**销售端的压力亦体现在房企的现金流上，2023年末15家上市房企整体在手现金9267亿元，同比下降9.2%。其中，央国企2023年末在手现金7758亿元，较2022年末下降6.1%，降幅远低于民企（-22.3%），反映央国企在销售、融资端更大优势。15家上市房企剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为62.9%、49.9%、184.4%，“三条红线”维持绿档，但现金短债比较2022年末下降13.7个百分点，有所弱化。
- **投资建议：**2023年典型房企规模缩表、业绩承压、毛利率下行等趋势仍在延续，但随着减值压力逐步释放，预计后续利润端降幅有望逐步收窄，但仍需关注楼市承压带来的房企现金流压力。近期政治局会议强调去库存，北京、深圳等地陆续优化限购政策，地产板块整体迎来反弹，展望后市，尽管地产板块已经历连续反弹，但机构持仓及个股市值仍处于历史低位、市场对房价下行及房企业绩担忧反应已逐步钝化，可以适度底仓布局，同时考虑房价底部确认将存在反复，未上车或谨慎投资者仍可等待房价企稳右侧上车机会。个股方面，地产建议关注土储质量优化、历史包袱较轻的优质房企如保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、中国海外发展、滨江集团等；同时关注物管（保利物业、招商积余等）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头。
- **风险提示：**1) 楼市成交持续疲软风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；3) 政策改善及落地执行不及预期风险。



## 目录CONTENTS

- ① 增收不增利，归母净利持续萎缩
- ② 毛利率持续探底，销售费率增&管理费率减
- ③ 销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域
- ④ 在手现金承受压力，资源向央国企集中
- ⑤ 投资建议与风险提示

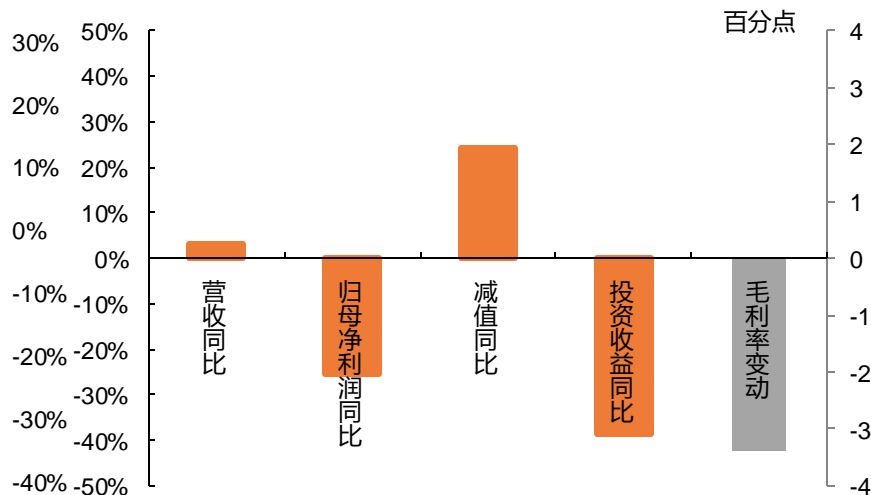
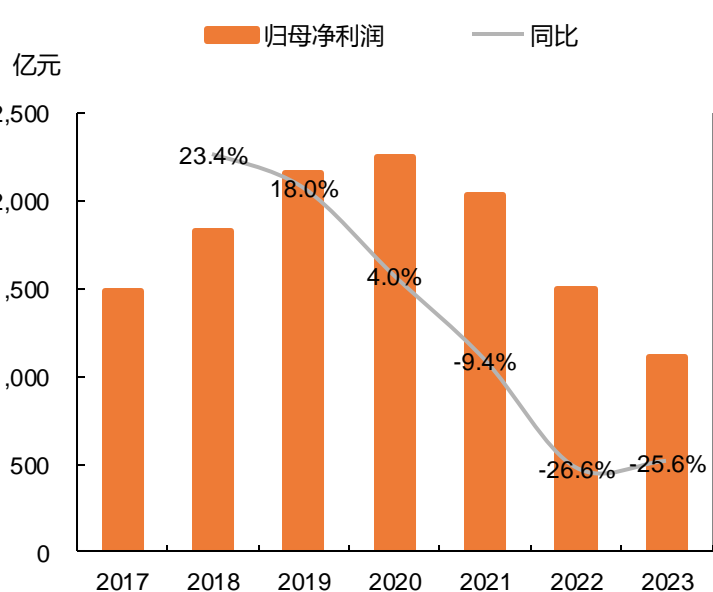
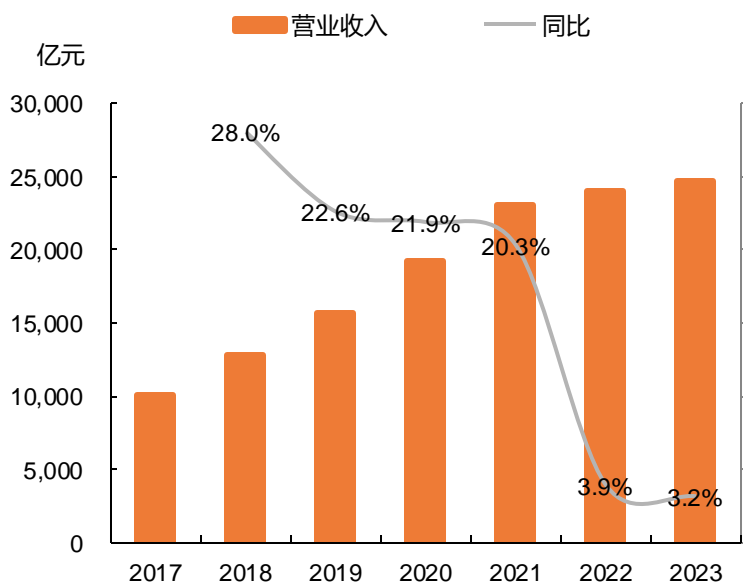
# 增收不增利，归母净利持续萎缩

- 2023年15家A+H上市房企整体营收同比增长3.2%，增幅较2022年收窄0.7个百分点，归母净利润同比下降25.6%，降幅较2022年收窄1个百分点，其中15家上市房企中金茂出现亏损，将其剔除后，剩余14家房企整体归母净利润同比下降19.9%，降幅较2022年扩大6个百分点。
- 从利润拆分来看，2023年归母净利润增速低于营收主要源于：1) 毛利率同比下降3.4个百分点至16.8%；2) 减值损失同比增长24.3%至534亿元；3) 对联营企业和合营企业的投资收益同比减少38.7%至142亿元。

2023年15家上市房企营收同比增长3.2%

2023年15家上市房企归母净利润同比下降25.6%

2023年15家上市房企利润变动拆分



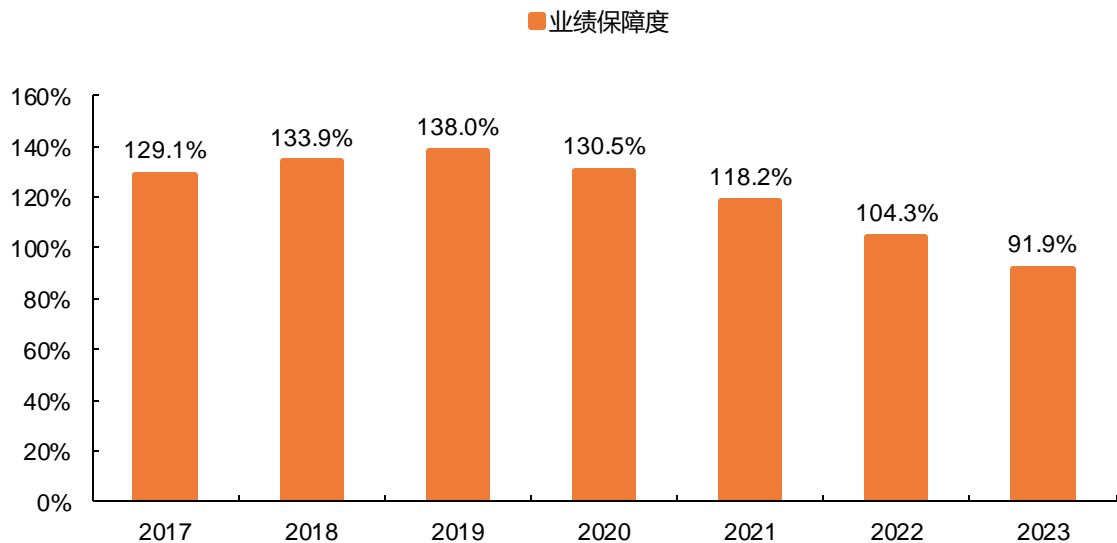
我们基于克而瑞全口径销售金额榜单，剔除已出险企业，选取排名靠前的15家A+H房企，分别为保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、绿城中国、建发国际集团、中国金茂、越秀地产、华发股份、龙湖集团、金地集团、滨江集团、新城控股、美的置业

资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所

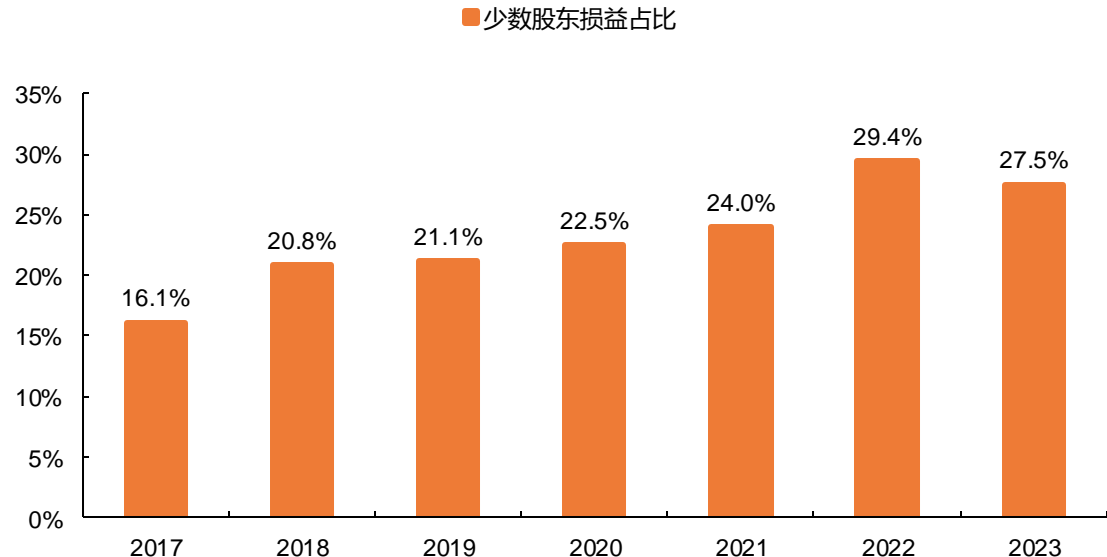
# 少数股东损益占比微降，业绩保障度回落至100%以内

- 2023年15家上市房企整体少数股东损益占比同比下滑1.8个百分点至27.5%。考虑各房企向核心城市核心区域聚集过程中合作开发现象仍旧存在，后续少数股东损益占比料难大幅下行。
- 2023年末15家上市房企合同负债余额2.3万亿元，较2022年末下降9.2%，业绩保障度（期末合同负债/过去一年营业收入）91.9%，近年首次回落至100%以内。
- 受前期高地价、房价下行、以价换量等因素影响，短期结算毛利率难以迅速筑底反弹，仍可能处于探底通道，将持续对利润端产生负面影响。

2023年15家上市房企业绩保障度91.9%



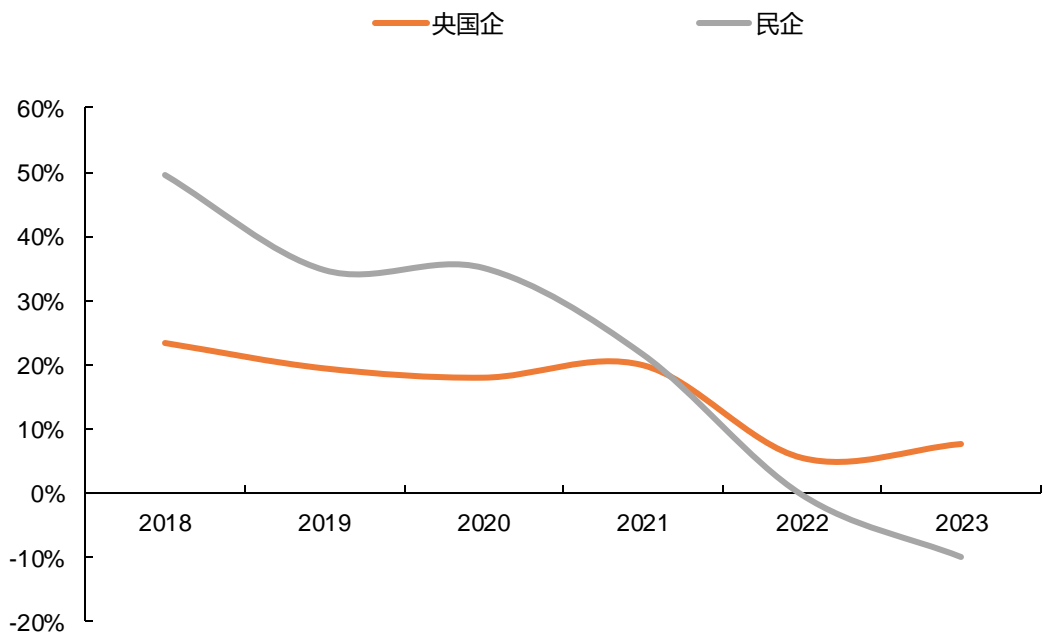
2023年15家上市房企少数股东损益占比微降



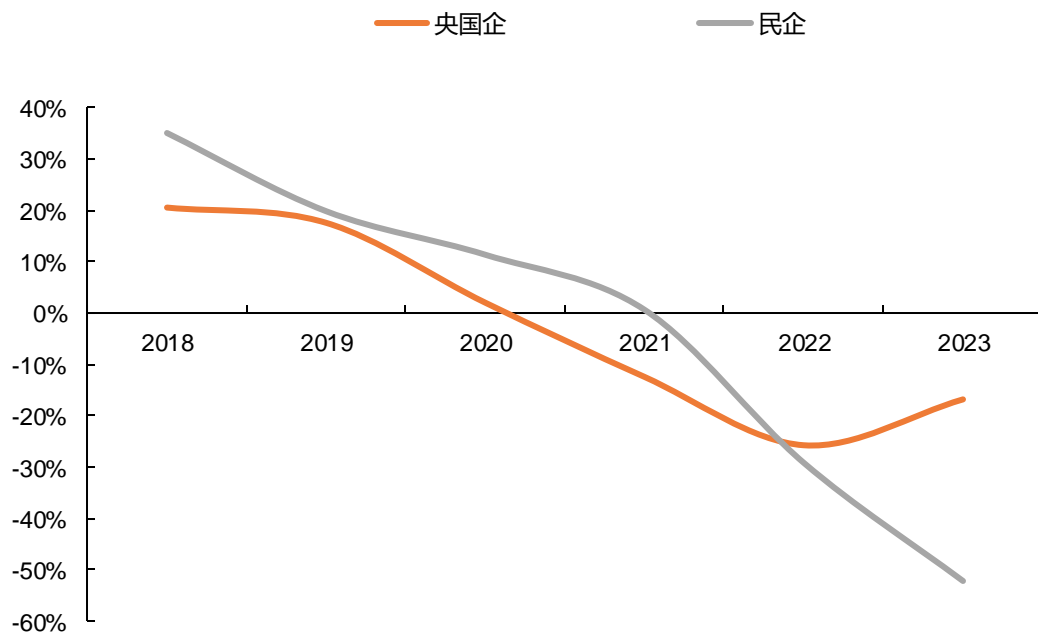
# 央国企营收、归母净利表现均优于民企

- 分公司来看，2023年15家A+H上市房企中央国企整体营收维持正增长，同比增长7.5%，增幅较上年扩大2.2个百分点；民企则同比下降9.9%，降幅较上年扩大9.7个百分点。
- 央国企归母净利润同比下降16.8%，降幅较2022年收窄8.9个百分点；民企归母净利润同比下降52%，降幅较2022年扩大22.9个百分点。

2023年15家上市房企分企业性质营收增速表现



2023年15家上市房企分企业性质归母净利润增速表现



央国企：保利发展、万科A、华润置地、中国海外发展、招商蛇口、绿城中国、建发国际集团、中国金茂、越秀地产、华发股份、  
 民企：龙湖集团、金地集团、滨江集团、新城控股、美的置业

资料来源：wind，平安证券研究所



## 目录CONTENTS

① 增收不增利，归母净利持续萎缩

② 毛利率持续探底，销售费率增&管理费率减

③ 销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域

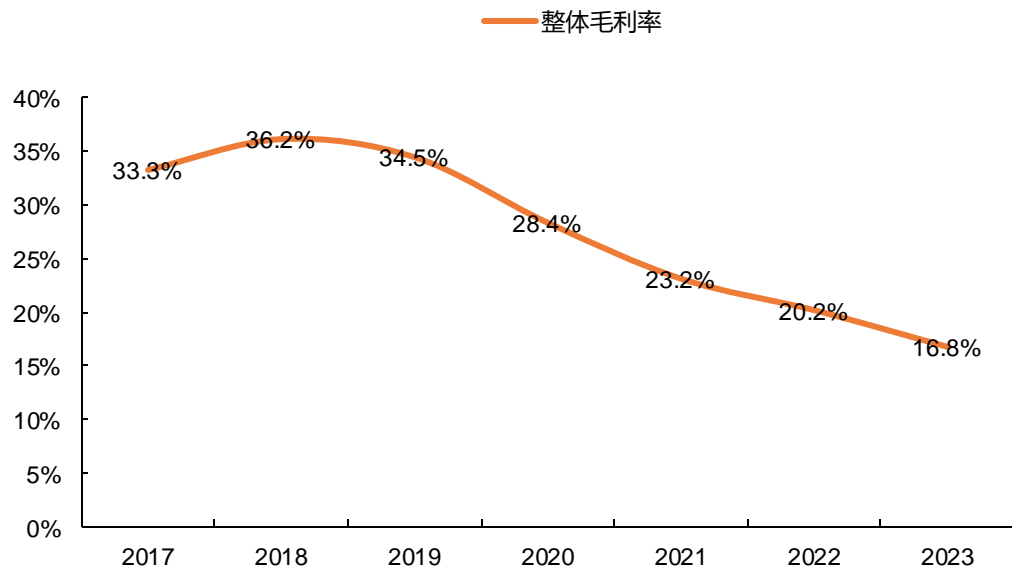
④ 在手现金承受压力，资源向央国企集中

⑤ 投资建议与风险提示

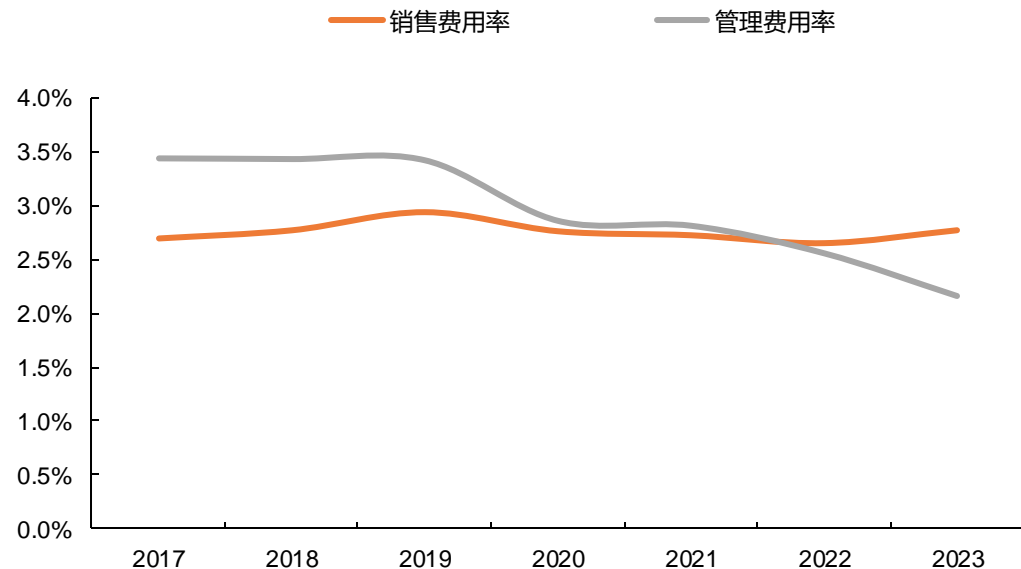
## 毛利率持续探底，销售费率增&管理费率减

- 2023年15家A+H上市房企整体毛利率16.8%，同比下降3.4个百分点，仍处于探底过程中。毛利率下滑主要源于前期地价高企、销售价格限制导致利润空间收窄，以及现有库存打折去化。考虑高价地结转、滞重库存清理等因素仍在，短期结算端毛利率难以迅速反弹；中期土拍规则放宽下获取地块将陆续进入结算，叠加售价限价放松，有望带动结算端毛利率逐步改善。
- 2023年15家上市房企销售费用率2.8%、管理费用率2.2%，分别同比增加0.12个、下滑0.39个百分点，销售费用率增加主要系销售端低迷下转介及销售渠道费增加，管理费用率下滑主要系房企精简组织架构、缩减大区等因素所致。房地产由高速增长向高质量发展转变过程中，精益管理、精细化运营重要性凸显，各企业将更为注重成本费用管控，销管费用率亦有望持续改善。

2023年15家上市房企毛利率延续回落



2023年15家上市房企销管费用率表现

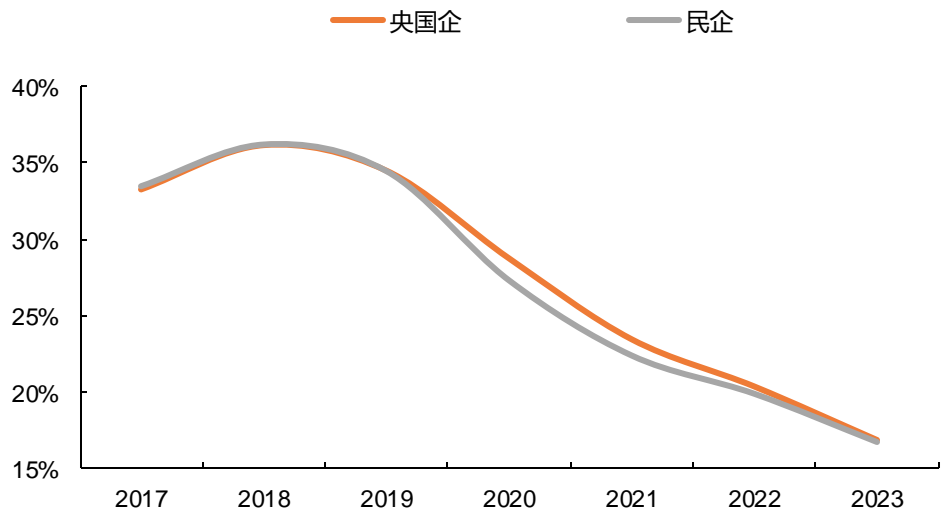




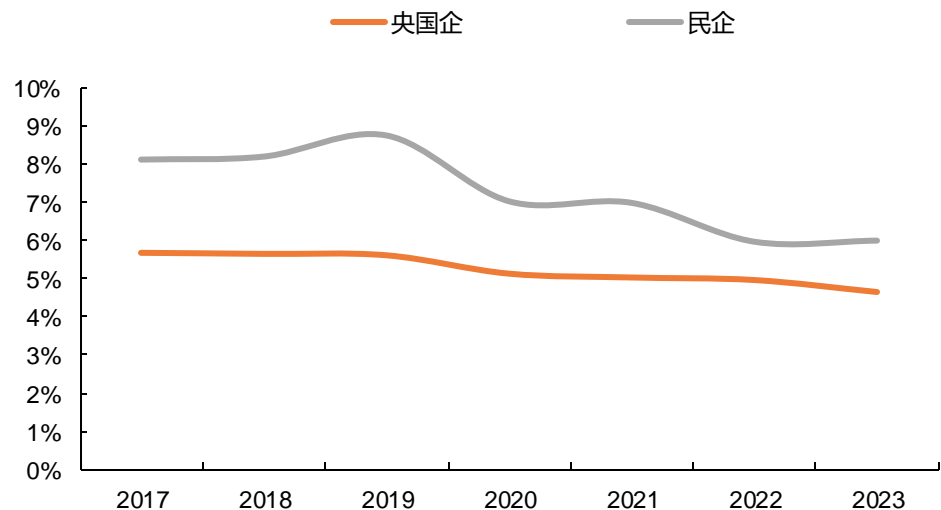
## 央国企销管费管控优于民企，但毛利率表现相差无几

- 从公司来看，15家上市房企中央国企与民企毛利率已相差无几，央国企毛利率2023年同比下降3.5个百分点至16.8%，民企则同比下降3.2个百分点至16.7%。
- 销管费用率方面，央国企同比下降0.3个百分点至4.6%，民企为6%，同比持平。

2023年15家上市房企分企业性质毛利率表现



2023年15家上市房企分企业性质销管费用率表现





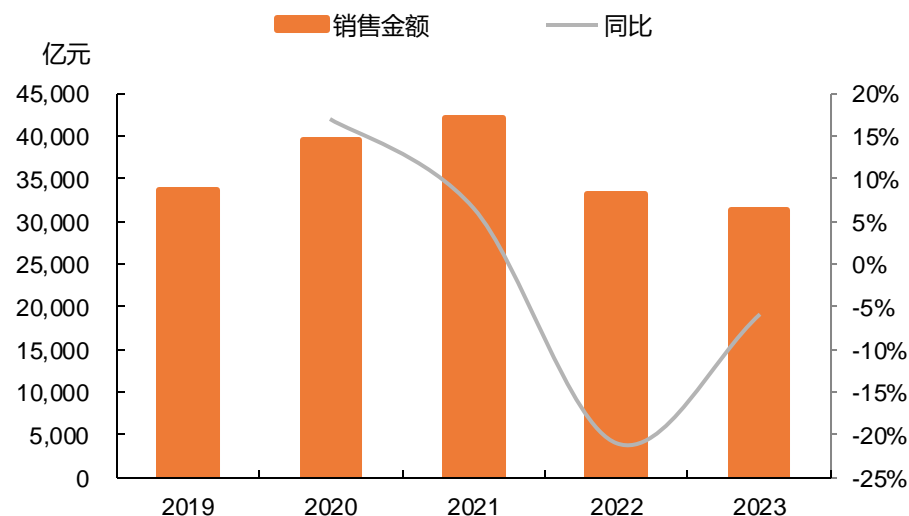
## 目录 CONTENTS

- ① 增收不增利，归母净利持续萎缩
- ① 毛利率持续探底，销售费率增&管理费率减
- ② 销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域
- ② 在手现金承受压力，资源向央国企集中
- ③ 投资建议与风险提示

## 销售规模下台阶，房企2024年销售目标较为谨慎

- 2023年15家A+H上市房企累计销售3.1万亿元，同比下降5.9%，尽管房企加大营销去化力度，但需求端仍延续弱势。
- 多数上市房企在年报业绩发布会中表示，更加注重现金流安全与稳健运营，而非追求绝对销售规模增长，仅少数房企给予2024年销售目标指引，但均较为谨慎，不乏对于销售目标模糊化表述。

2023年15家上市房企销售额同比下滑5.9%



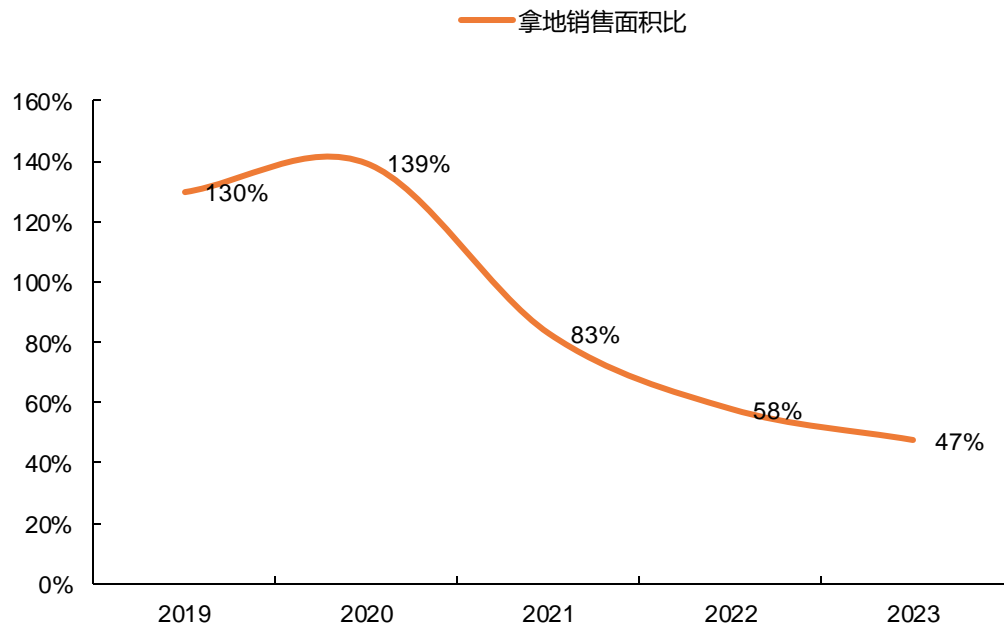
上市房企2024年销售目标表述

房企	2024年销售目标
越秀地产	2024年销售目标1470亿元，同比增长3.5%
滨江集团	2024年销售额1000亿元以上，约占行业总规模1%
绿城中国	2024年销售目标争取与2023年持平
中国海外发展	稳中有升

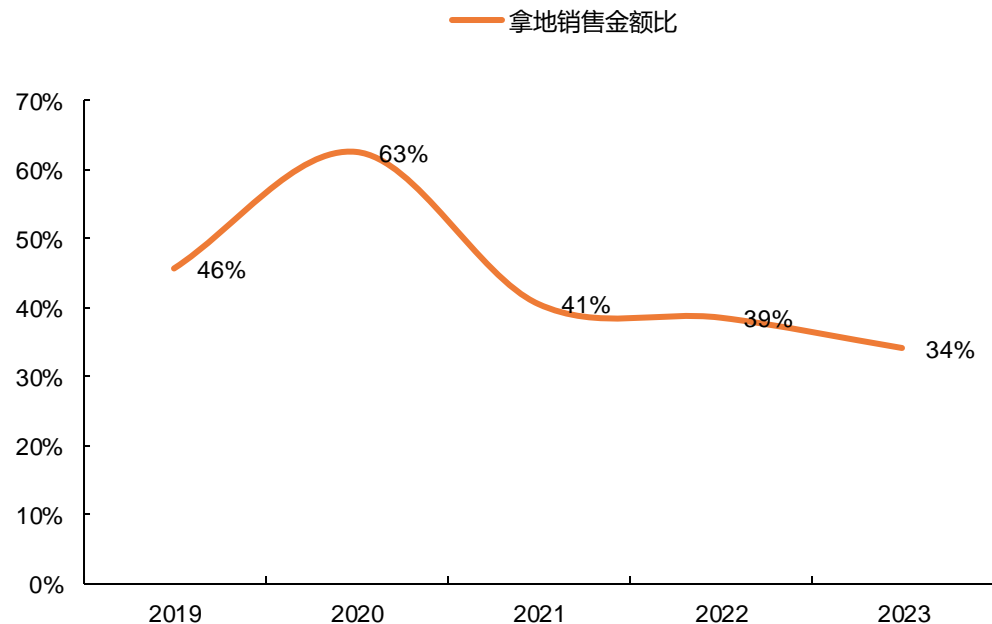
# 拿地保持谨慎，持续向核心城市核心区聚焦

➤ 2023年15家上市房企拿地保持谨慎，根据中指院与克而瑞，全年平均拿地销售面积比47%、拿地销售金额比34%，仍处于土储净消耗状态。拿地销售金额比降幅（5个百分点）明显低于拿地销售面积比（11个百分点），反映房企在谨慎取货过程中，持续向高地价的核心城市聚焦。

2023年15家上市房企拿地销售面积比延续回落



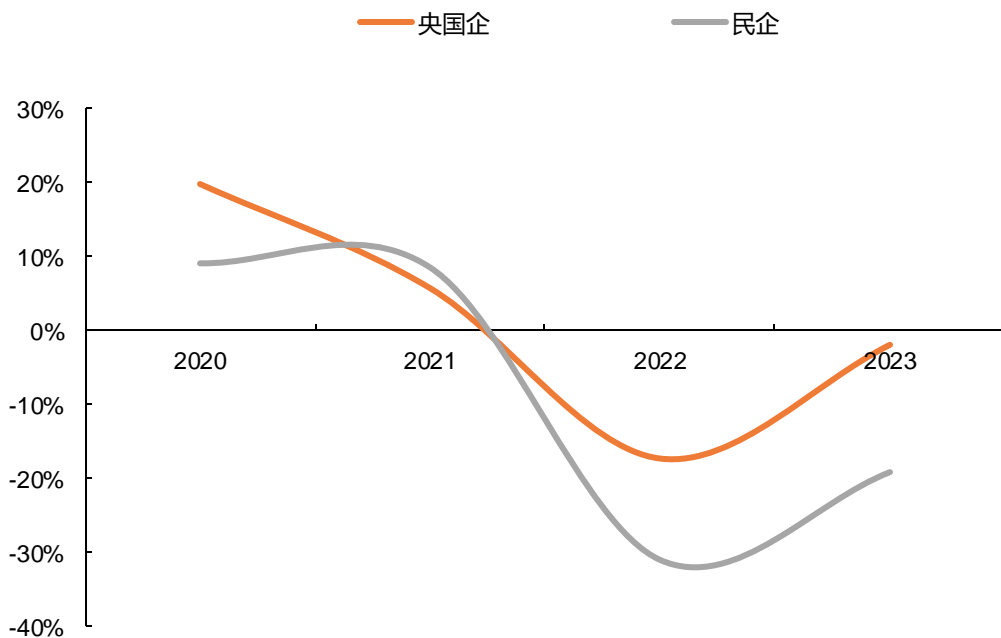
2023年15家上市房企拿地销售金额比延续回落



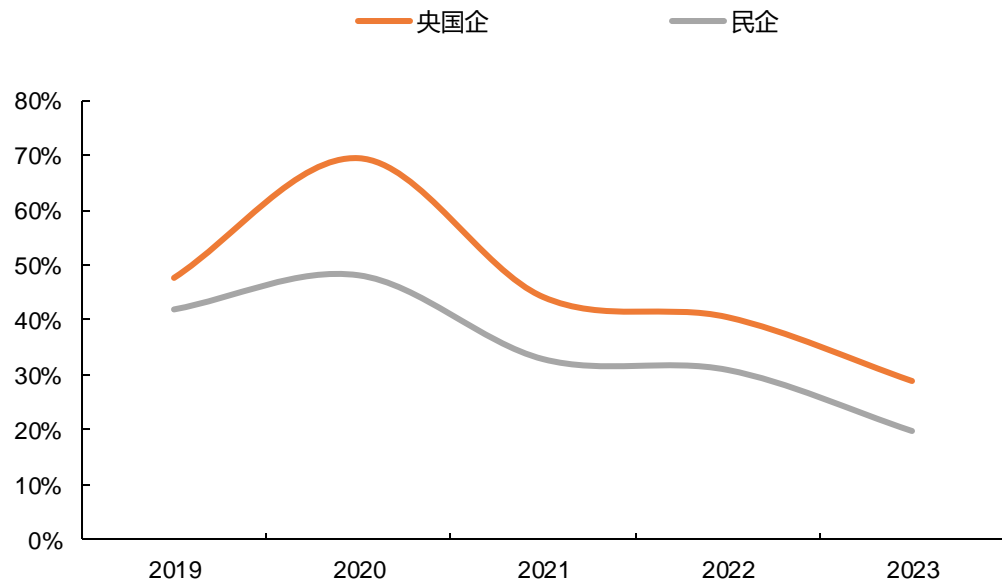
## 央国企销售降幅较低，拿地相对积极

➤ 央国企销售降幅较低，拿地相对积极。基于购房者较高信任度及政策端持续松动，2023年央国企销售表现相对较好，根据克而瑞，15家上市房企中央国企销售额同比下降1.9%，降幅小于民企（-19.2%）。同时得益于资金优势，央国企土储获取亦更加积极。2023年15家上市房企中央国企平均拿地销售金额比29%，高于民企（20%）。

15家上市房企分企业性质销售额增速



15家上市房企分企业性质拿地销售金额比





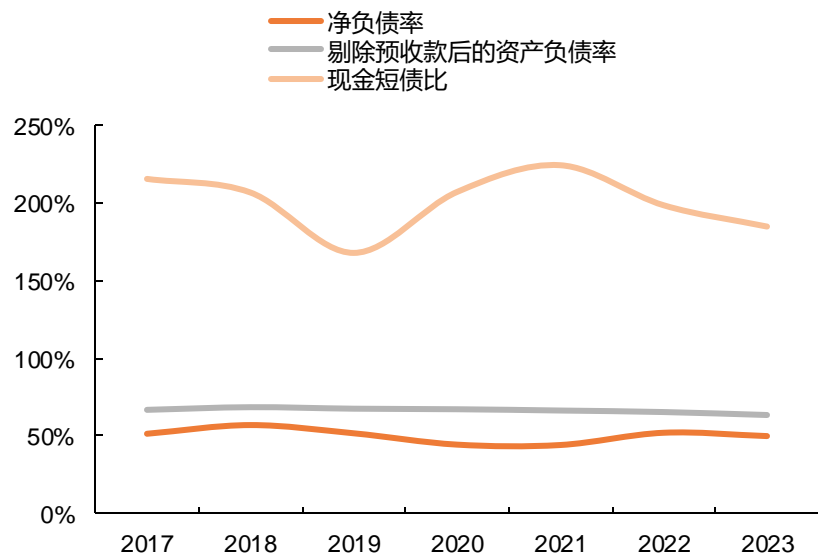
## 目录CONTENTS

- ① 增收不增利，归母净利持续萎缩
- ① 毛利率持续探底，销售费率增&管理费率减
- ② 销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域
- ② 在手现金承受压力，资源向央国企集中
- ③ 投资建议与风险提示

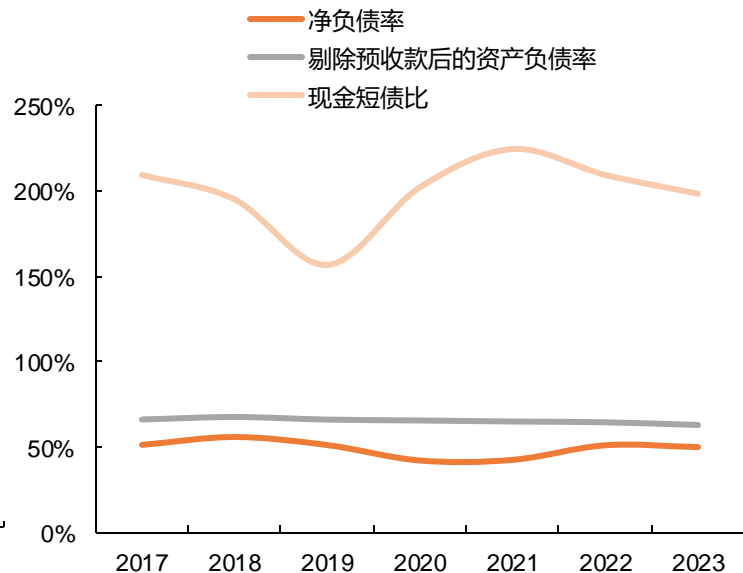
# 在手现金承受压力，资源向央国企集中

- ▶ 2023年末15家上市房企剔除预收款后的资产负债率、净负债率、现金短债比分别为62.9%、49.9%、184.4%，“三条红线”绿档达标，其中剔除预收款后的资产负债率、净负债率较2022年末下降2个百分点、2.3个百分点，小幅改善；现金短债比较2022年末下降13.7个百分点，有所弱化。
- ▶ 分公司来看，2023年末15家上市房企中央国企、民企“三条红线”均维持绿档，但民企现金短债比同比下降25.8个百分点，该指标弱化程度更为明显。

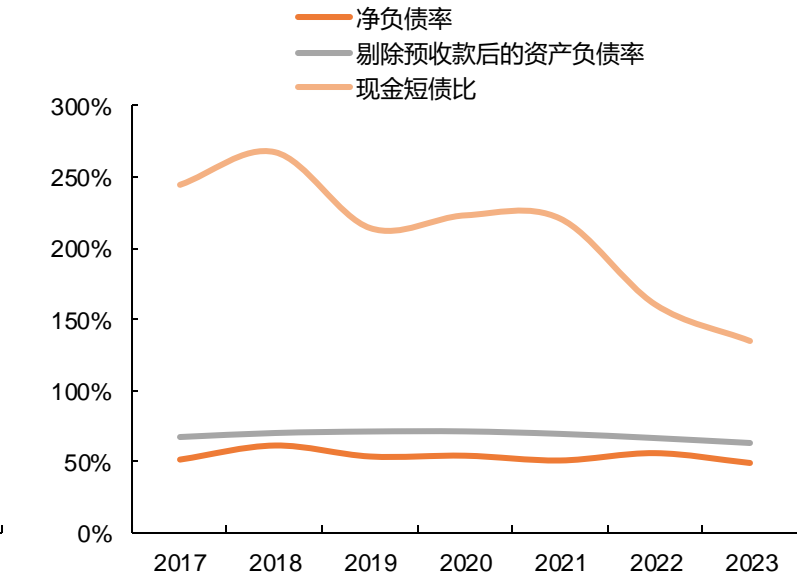
15家上市房企“三条红线”情况



15家上市房企中央国企“三条红线”情况



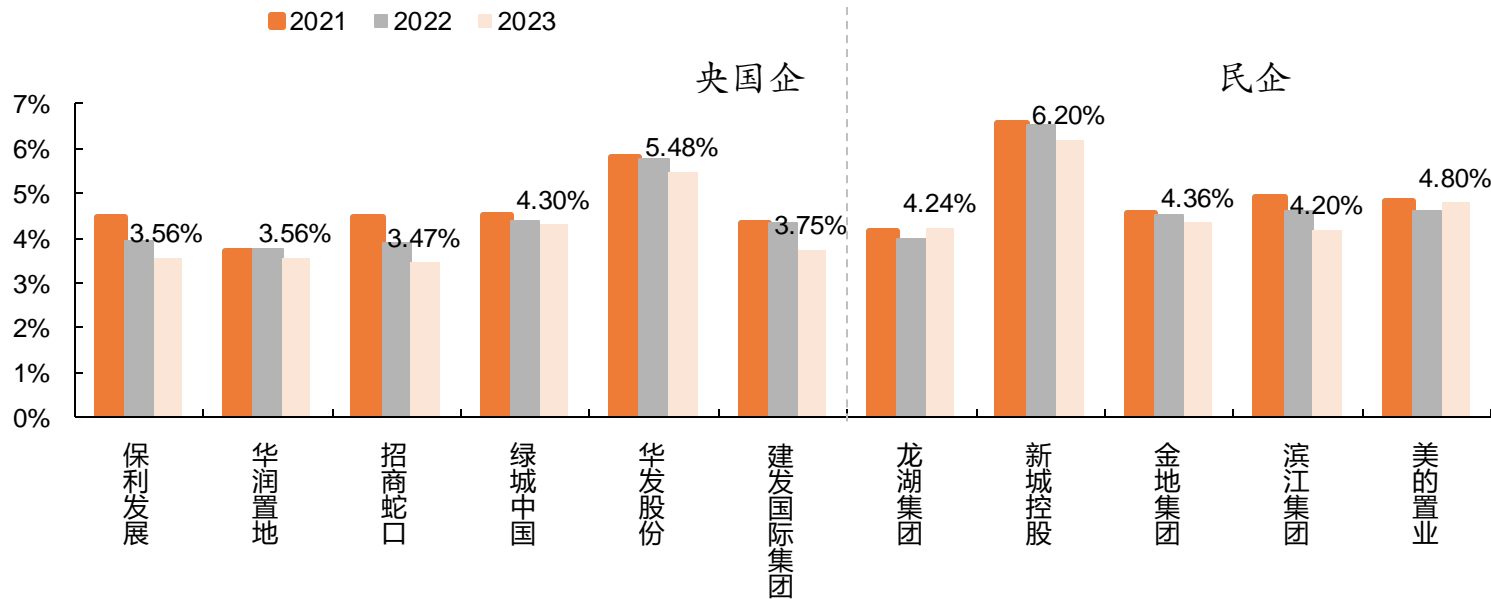
15家上市房企中民企“三条红线”情况



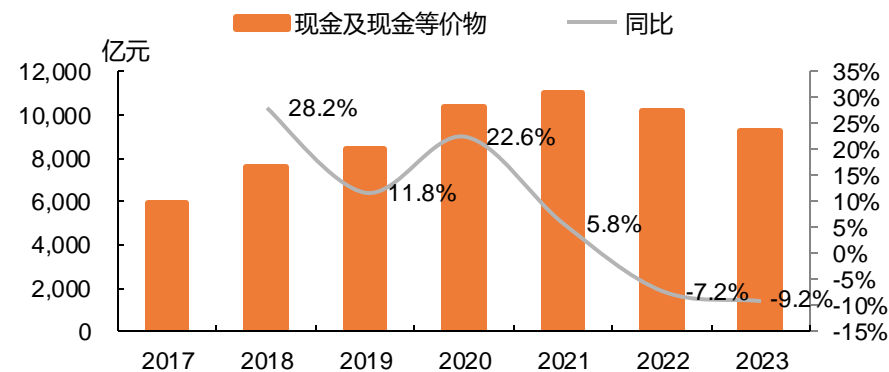
# 在手现金普遍下滑，央国企在融资端更具优势

➤ 2023年末15家上市房企整体在手现金9267亿元，同比下降9.2%。其中，央国企2023年末在手现金7758亿元，较2022年末下降6.1%，降幅远低于民企（-22.3%），反映央国企在销售、融资端更大优势。

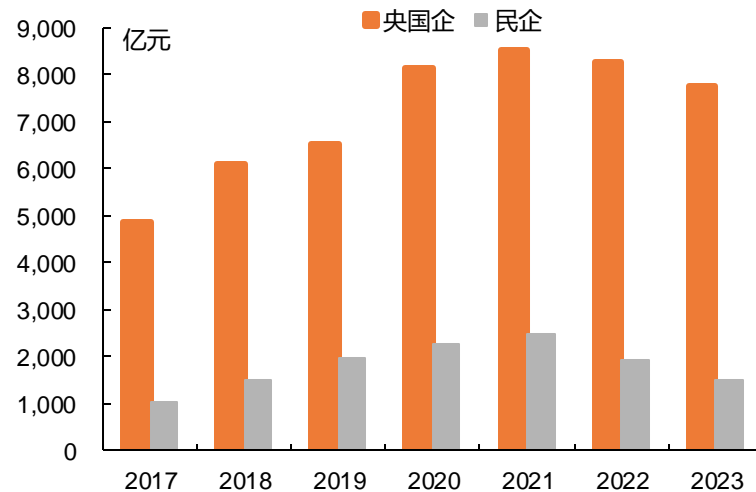
## 央国企融资成本普遍低于民企



## 2023年15家上市房企在手现金下滑



## 2023年15家上市房企分企业性质在手现金情况







## 目录CONTENTS

- ① 增收不增利，归母净利持续萎缩
- ① 毛利率持续探底，销售费率增&管理费率减
- ② 销售规模下台阶，拿地聚焦核心区域
- ② 在手现金承受压力，资源向央国企集中
- ③ 投资建议与风险提示

## 投资建议与风险提示

- **投资建议：**2023年典型房企规模缩表、业绩承压、毛利率下行等趋势仍在延续，但随着减值压力逐步释放，预计后续利润端降幅有望逐步收窄，但仍需关注楼市承压带来的房企现金流压力。近期政治局会议强调去库存，北京、深圳等地陆续优化限购政策，地产板块整体迎来反弹，展望后市，尽管地产板块已经历连续反弹，但机构持仓及个股市值仍处于历史低位、市场对房价下行及房企业绩担忧反应已逐步钝化，可以适度底仓布局，同时考虑房价底部确认将存在反复，未上车或谨慎投资者仍可等待房价企稳右侧上车机会。个股方面，地产建议关注土储质量优化、历史包袱较轻的优质房企如保利发展、招商蛇口、越秀地产、华发股份、中国海外发展、滨江集团等；同时关注物管（保利物业、招商积余等）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头。
- **风险提示：**1) **楼市成交持续疲软风险：**近期楼市延续疲态，若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售持续低于预期风险，不良资产处置难度增大；2) **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**当前房企资金环境仍较紧张，若政策发力效果不及预期、资金压力较高，企业仍存债务违约展期风险；3) **政策改善及落地执行不及预期风险：**当前购房影响因素由烂尾担忧转为房价及收入预期转弱，后续若政策改善、落地执行力度不及预期，可能难以对需求形势进行根本扭转。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。